



ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 9.4.2014 г.
SWD(2014) 126 final

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

ОБОБЩЕНА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

придружаващ

Предложението за

**ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА
за изменение на Директива 2007/36/ЕО по отношение на насърчаването на
дългосрочната ангажираност на акционерите и Директива 2013/34/ЕС по
отношение на някои елементи на декларацията за корпоративното управление**

и

ПРЕПОРЪКАТА НА КОМИСИЯТА

**относно качеството на отчитането в рамките на корпоративното управление (въз
основа на принципа „изпълнение или обяснение“)**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. ВЪВЕДЕНИЕ

През последните няколко години се откриха някои недостатъци на корпоративното управление в европейските дружества, регистрирани на фондовата борса (дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар). Тези недостатъци са свързани с различни участници в корпоративното управление: директори, акционери (институционални инвеститори и управители на активи) и упълномощени съветници.

Само някои ключови аспекти на корпоративното управление са хармонизирани на равнище ЕС, по-специално чрез Директива 2007/36/ЕО относно упражняването на някои права на акционерите в дружества, регистрирани на фондовата борса. Тази директива съдържа правила за участието в общи събрания. Необходимостта да се подобри действащата нормативна уредба е подчертана в Плана за действие на Комисията „Европейско дружествено право и корпоративно управление“.¹ В настоящата оценка на въздействието са разгледани възможните начини за постигане на целите на Плана за действие.

2. ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПРОБЛЕМА

В настоящата оценка на въздействието се анализират редица проблеми в областта на корпоративното управление. Един от ключовите въпроси на корпоративното управление е обособяването на собствеността и контрола и произтичащото от това взаимоотношение „собственик — представител“ между акционерите и директорите. Делегирането на управлението на дружеството от акционерите („собствениците“) на директорите („представителите“) оставя възможност на директорите да действат повече в собствен интерес, отколкото в интерес на акционерите. Това може да доведе до неоптимално корпоративно управление и неоптимални резултати на дружествата. Днес институционалните инвеститори и управители на активи са важна сила на пазарите на акции, а посредничеството в рамките на инвестиционната верига (делегиране на оперативното управление на инвестицията на управители на активи) се е увеличило значително. Увеличеното значение на посредничеството доведе до появата в инвестиционната верига на стимули, които често акцентират върху краткосрочните резултати и не използват в достатъчна степен предимствата на ангажираността на акционерите. Поради това институционалните инвеститори и управители на активи често отсъстват и не се интересуват от управлението на дружествата. Това влошава свързания с представителството проблем, който съществува между акционерите и директорите на дружествата, и води до неоптимални резултати на дружествата, регистрирани на фондовата борса. Изследванията показват, че дългосрочната ангажираност на акционерите не само води до по-добри резултати на инвеститорите, но допринася също за повишаване на конкурентоспособността и резултатите на дружествата.

2.1. Недостатъчна ангажираност на институционалните инвеститори и управители на активи

Финансовата криза показва, че във финансовия сектор контролът от страна на акционерите не функционира правилно. Вместо да ограничават прекомерното поемане

¹ COM/2012/0740 final.

на краткосрочен риск от управителите, акционерите в много случаи го подкрепят. Като цяло акционерите на дружествата, регистрирани на фондовата борса, не са много по-различни от тези на финансовите институции и съществуват ясни доказателства, че сегашното „наблюдение“ над дружествата, в които се инвестира, и ангажираността на инвеститорите и управителите на активи не са на оптималното ниво. Изследванията показват, че институционалните инвеститори и управителите на техните активи не акцентират в достатъчна степен върху дългосрочните резултати на дружествата, а върху движението на цените на акциите и структурата на индексите на капиталовите пазари, което може да доведе до неоптимална възвращаемост за крайните ползватели се лица (например бъдещите пенсионери) и оказва краткосрочен натиск върху дружествата.

Съсредоточаването върху краткосрочните печалби очевидно се корени в разминаването между интересите на собствениците на активи и на управителите на активи. Големите собственици на активи, например пенсионните фондове и застрахователите, имат дългосрочни интереси, тъй като задълженията им са дългосрочни. Въпреки това при подбора и оценката на управителите на активи те често разчитат на сравнителни показатели като пазарните индекси, а постигнатите от управителя на активи резултати често се оценяват на тримесечна база. При по-ниски резултати управителят на активи може да загуби възложената поръчка. Поради това основната грижа на много управители на активи са краткосрочните им резултати спрямо даден сравнителен показател или спрямо останалите управители на активи, независимо че крайните ползватели се лица са заинтересовани от дългосрочната абсолютна ефективност на инвестицията. Краткосрочните стимули изместват фокуса на вниманието и ресурсите встрани от извършването на инвестиции, базирани на основните фактори и дългосрочните перспективи, от увеличаването на дългосрочната стойност чрез ангажираност на акционерите и водят до краткосрочен натиск върху дружествата, който лишава от стимули за инвестиции в повишаването на конкурентоспособността.

Макар все още да е относително ограничен, броят на инвеститорите, които се стремят да съчетаят постигането на най-добри финансови резултати със създаването на дългосрочна стойност, се увеличава, а техните инвестиционни стратегии включват и ангажираност с дружествата, в които инвестират.

2.2. Недостатъчна обвързаност на заплащането на директорите с резултатите от тяхната работа

Надзорът на акционерите върху възнагражденията на директорите също се оказва недостатъчен. Възнагражденията на директорите имат ключова роля за съгласуването на интересите на директорите и на акционерите и за гарантиране, че директорите действат максимално в интерес на дружеството. Когато акционерите не упражняват надзор върху заплащането на директорите, съществува риск директорите да следват стратегия, която възнаграждава тях лично, но може да не допринася за дългосрочните резултати на дружеството. Установени са няколко недостатъци на настоящата уредба. Първо, оповестяваната от дружествата информация не е нито цялостна, нито ясна, нито сравнима. Второ, акционерите често не разполагат с достатъчно средства, за да изразят становището си относно възнагражденията на директорите.

2.3. Липса на надзор на акционерите върху сделките със свързани лица

Сделки със свързани лица (ССЛ), т.е. сделките на дадено дружество с неговото ръководство, директори, предприятия, упражняващи контрол върху него, или акционерите, създават възможност за присвояване на стойност, принадлежаща на дружеството, в ущърб на (малцинствените) акционери. В повечето случаи акционерите нямат достъп до достатъчно информация преди планираната сделка и не разполагат с адекватни средства, за да се противопоставят на сделки, които представляват злоупотреба. Тъй като в повечето случаи институционалните инвеститори и управителите на активи са малцинствени акционери, увеличаването на правата за надзор върху ССЛ би подобрило способността им да защитават своите инвестиции.

2.4. Неадекватна прозрачност по отношение на упълномощените съветници

Упълномощените съветници дават препоръки на инвеститорите как да гласуват на общите събрания на дружества, регистрирани на фондовата борса. Множеството ценни книжа, притежавани (трансгранично) от голям брой институционални инвеститори и управители на активи, както и сложните въпроси, които трябва да бъдат разглеждани, в много случаи правят неизбежно ползването на упълномощените съветници и така те имат значително влияние върху поведението на тези инвеститори при гласуване. Забелязват се по-специално недостатъци, свързани с качеството на консултациите и конфликтите на интереси.

2.5. Затруднения и високи разходи за инвеститорите при упражняване на произтичащите от акциите права

Инвеститорите срещат затруднения при упражняването на правата, произтичащи от техните акции, по-специално при трансгранично притежавани акции. При вериги от притежатели с участието на посредници, особено когато те включват много посредници, които административат сметки за ценни книжа, информацията не се предава на акционерите от дружествата или гласовете на акционерите се губят. Има също голяма вероятност от злоупотреба с права на глас от посредниците. Три са основните причини, които засягат системите: невъзможност на дружеството да идентифицира инвеститорите, несвоевременно предаване на информацията и правата по инвестиционната верига и ценовата дискриминация на трансграничните притежатели.

2.6. Недостатъчно качество на информацията за корпоративното управление

Установени са недостатъци, свързани с качеството на отчитането за корпоративното управление, изготвяни от дружествата, регистрирани на фондовата борса, в ЕС, по-специално по отношение на обясненията за отклоненията от препоръките на кодексите за корпоративно управление. При повече от 60 % от случаите, в които дружествата избират да не прилагат препоръките, те не дават достатъчно обяснения. Неправилното отчитане затруднява акционерите да вземат информирани инвестиционни решения и да се ангажират с дружеството.

2.7. Субсидиарност

Основанието за компетентността за действие е член 50, параграф 2, буква ж) от ДФЕС. Нарастващото значение на трансграничните дялови инвестиции (около 44 % от общата пазарна капитализация на дружествата, регистрирани на фондовата борса, в ЕС се притежава от чужди инвеститори) и промените във веригата от дялови инвестиции обосновават някои целенасочени мерки на равнище ЕС, за да се гарантира защитата на интересите на акционерите и другите заинтересовани участници. Само ограничен брой държави членки са предприели действия или предвиждат такива, за да се справят с проблемите, а тези действия не могат да предложат ефективни решения на проблемите. Самостоятелните действия на държавите членки вероятно ще доведат до различни групи разпоредби, които създават неравнопоставеност, а това може да застраши или да създаде нови пречки за доброто функциониране на вътрешния пазар.

3. ВАРИАНТИ ЗА ДЕЙСТВИЕ, АНАЛИЗ НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО И ИЗБОР НА ПРЕДПОЧИТАН ВАРИАНТ

3.1. Повишаване на нивото на ангажираност на институционалните инвеститори и управителите на активи

Варианти за действие	
1	Без промяна на политиката
2	Препоръка за прозрачност по отношение на институционалните инвеститори и управителите на активи във връзка с тяхното гласуване и ангажираност и на някои аспекти от мандатите на управителите на активи
3	Задължителна прозрачност по отношение на институционалните инвеститори и управителите на активи във връзка с тяхното гласуване и ангажираност и на някои аспекти от мандатите на управителите на активи

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: препоръка за прозрачност по отношение на институционалните инвеститори и управителите на активи	+	+	+
Вариант 3: задължителни правила за прозрачност по отношение на институционалните инвеститори и управителите на активи	++	+	+

Вариант 3 е предпочитаният вариант:

Този вариант ще повиши прозрачността на начините, по които собствениците на активи насърчават управителите на техните активи да действат максимално в дългосрочен интерес на техните ползватели се лица и да следват инвестиционни стратегии, включващи ангажираност на акционерите. Управителите на активи ще трябва да осигурят прозрачност по отношение на своите политики за ангажираност, ползите от тях и начина, по който изпълняват възложените им политики. Съществената и уместна информация ще даде възможност на собствениците на активи да вземат решения за своите инвестиционни политики въз основа на по-добра информация. Тя ще ги стимулира да се ангажират повече с дружествата, в които инвестират. Прозрачността по отношение на разходите, свързани с обращаемостта на активите в портфейла, от страна на управителите на активи може да намали мащаба на тези сделки, да допринесе за по-ефективно съсредоточаване върху основната стойност на дружествата и да я увеличи чрез ангажираност на акционерите. Тези мерки могат в крайна сметка да доведат до икономия на разходи и по-висока възвращаемост за собствениците на активи и крайните ползватели се лица. По-ефективното съсредоточаване върху основните показатели на дружествата и техния капацитет за създаване на реална стойност може да е полезно по-специално за МСП, регистрирани на фондовата борса. По-голямата ангажираност и по-дългосрочната перспектива могат да допринесат и за повече инвестиции от дружествата за научни изследвания и конкурентоспособност, а следователно за по-голяма заетост.

Задължителните разпоредби за прозрачност осигуряват най-голяма вероятност за предизвикване на положителна промяна с малко разходи.

3.2. По-ефективно обвързване на заплащането с постигнатите резултати

Варианти за действие	
1	Без промяна на политиката
2	Задължителни разпоредби за прозрачност на възнагражденията
3	Гласуване на възнагражденията от акционерите

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: задължителни разпоредби за прозрачност на възнагражденията	+	+	+
Вариант 3: гласуване на възнагражденията от акционерите	+	++	+

Варианти 2 и 3 са предпочитаните варианти: Предоставянето на цялостна и сравнима информация за политиката за възнаграждения и индивидуалните възнаграждения на директорите на акционерите ще им помогне да упражняват ефективен контрол. Хармонизирането на изискванията за оповестяване на равнище ЕС ще бъде средство за защита срещу асиметрията на информацията и следователно ще намали разходите за посредничество до минимум. То ще бъде от полза за трансграничните инвестиции, тъй като ще улесни сравняването на информацията, ще насърчи ангажираността и ще намали разходите за нея. Освен това то ще засили отчетността на дружествата пред другите заинтересовани страни.

Предоставянето на акционерите на право да гласуват заплащането ще им осигури ефективен инструмент за контрол на възнагражденията на директорите и за ангажиране с дружествата, като същевременно ще заздравя връзката между заплащането и постигнатите резултати.

3.3. Прозрачност и контрол върху сделките със свързани лица

Варианти за действие
1 Без промяна на политиката
2 Актове с незадължителен характер, предоставящи насоки
3 Подобряване на изискванията за прозрачност за сделките със свързани лица
4 Гласуване на най-важните сделки от акционерите

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: актове с незадължителен характер, предоставящи насоки	≈	≈	+
Вариант 3: подобряване на изискванията за прозрачност за сделките със свързани лица	+	+	+
Вариант 4: гласуване на най-важните сделки от акционерите	++	++	+

Варианти 3 и 4 са предпочитаните варианти: предоставянето на предварителна информация на инвеститорите за най-важните сделки ще им позволи (по-специално на малцинствените акционери) да предприемат действия срещу необоснованите сделки и да се ангажират повече с дружеството, а гласуването ще им даде възможност да отхвърлят сделките, които представляват злоупотреба. Гласуването от акционерите също така ще насърчи дружествата да размишляват по ССЛ. Комбинирането на тези два варианта може да окаже положително въздействие върху конкурентоспособността и устойчивостта на дружествата и върху трансграничните инвестиции.

Задължителните разпоредби вероятно ще бъдат по-ефективни от насоките чрез незадължителни актове.

3.4. Прозрачност по отношение на упълномощените съветници

Варианти за действие
1 Без промяна на политиката
2 Препоръка за прозрачност по отношение на методологията и конфликтите на интереси
3 Задължително оповестяване на изискванията към методологията и конфликтите на интереси
4 Подробна нормативна уредба

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: препоръка за прозрачност	≈	+	++
Вариант 3: задължителни разпоредби за прозрачност	+	++	+
Вариант 4: подробна нормативна уредба	++	-	-

Вариант 3 е предпочитаният вариант: изискването за оповестяване в двете главни области, които пораждат загриженост (методология и управление на потенциални конфликти на интереси) ще окаже допълнителен натиск върху упълномощените съветници да установят адекватни процедури за тези ключови аспекти. Задължителните изисквания за прозрачност ще са по-ефективни от актовете с незадължителен характер, като се избягват негъвкавите и непропорционални такси, свързани с една подробна нормативна уредба.

3.5. Идентификация на акционерите и улесняване упражняването на правата им от лицата, предоставящи сметки за ценни книжа

1 Без промяна на политиката
2 Минимални правила на равнище ЕС
3 Подробни изисквания по отношение на възможността за идентификация на акционерите и задължение за посредниците да улесняват упражняването на правата им

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: минимални разпоредби на равнище ЕС	+	++	+
Вариант 3: задължение за посредниците да въведат механизъм за идентификация на акционерите	++	++	+

Вариант 3 е предпочитаният вариант: Въвеждането на задължение за посредниците, предоставящи сметки за ценни книжа, да предлагат услугата за идентификация на акционерите ще улесни прекия контакт между акционера и дружеството. Задължението за тези посредници да предават информацията, свързана с акциите, да улесняват упражняването на правата на акционерите и да обосновават ценовите разлики за тези услуги, когато правата се упражняват трансгранично, ще гарантира, че гласовете на акционерите не се губят и те могат да се ангажират по-ефикасно при трансгранични случаи.

3.6. Подобряване качеството на отчитането за корпоративното управление

Варианти за действие
1 Без промяна на политиката
2 Препоръка с насоки
3 Подробни изисквания към отчитането за корпоративното управление

Оценка на вариантите за действие			
	Ефективност	Ефикасност	Съгласуваност
Вариант 1: без промяна на политиката	0	0	0
Вариант 2: препоръка с насоки	+	++	++
Вариант 3: подробни разпоредби	++	+	+

Вариант 2 е предпочитаният вариант: предоставянето на насоки относно обясненията за отклоненията от кодексите вероятно ще даде на дружествата по-голяма сигурност при изготвянето на тези отчети и ще подобри качеството им. То ще ги насърчи да размишляват по-цялостно върху своите схеми за корпоративно управление и да ги подобряват, ако е необходимо, а това може да допринесе за по-добри резултати. То може да също да бъде в подкрепа на трансграничните инвестиции поради по-голямата прозрачност и сравнимост на отчетите.

4. ОБЩИ ЕФЕКТИ НА ПАКЕТА ОТ МЕРКИ

Предложеният подход представлява пакет от допълващи се мерки. Този пакет е част от работата на Комисията по дългосрочното финансиране на европейската икономика. Той дава на акционерите по-дългосрочна перспектива, която осигурява по-добри оперативни условия за дружествата, регистрирани на фондовата борса.

Целта на предпочитаните варианти е да гарантират, че инвеститорите разполагат с ясна, цялостна и сравнима информация, която премахва, по-специално за трансграничните инвеститори, пречките за тяхната ангажираност. По-голямата прозрачност на въздействието на инвестиционните политики ще доведе до по-информирани решения на инвеститорите и крайните ползватели се лица, а също така ще насърчи инвеститорите да се ангажират повече с дружествата, в които инвестират. По-голямата ангажираност на акционерите вероятно ще има положителен ефект както върху стойността за акционерите, така и върху ефективността, конкурентоспособността и резултатите на целевото дружество.²

Следователно предложеният пакет може да окаже положително въздействие върху дългосрочната устойчивост на дружествата, регистрирани на фондовата борса, включително МСП, които вероятно ще се възползват от по-добър достъп до капиталовите пазари. Могат да се очакват и някои положителни социални ефекти, тъй като дългосрочно ориентиранията дружества биха могли да генерират повече заетост. Не се предвижда конкретно въздействие върху околната среда.

Пакетът ще доведе до увеличаване на административната тежест, включително за МСП, регистрирани на фондовата борса. Въпреки това тези разходи ще бъдат ограничени, тъй като се предвиждат предимно мерки за прозрачност и публикуване, а вече има наложена или се прилага доброволно известна степен на прозрачност. Освен това разходите ще бъдат разпределени равномерно между различните групи заинтересовани страни.

5. ОЦЕНКА

Оценка на въздействието на пакета от мерки се извършва пет години след крайния срок за транспониране, като въз основа на резултатите от нея може да бъде разгледана необходимостта от евентуални изменения.

²

Ангажираността на акционерите по отношение на корпоративното управление, при която възнагражденията са един от ключовите въпроси, може да генерира средно 7—8 % извънредна кумулативна възвращаемост и възвращаемост от купуване и държане на акции за една година, да намали цената на капитала за дружествата и да подобри значително тяхното управление и рентабилност.